자산배분 전략:

글로벌 연기금 사례로 본

신흥국 주식 투자 기준과 프레임

자산배분 김중원

02) 3787-2290

simon@hmsec.com

Executive Summary

1. 스웨덴 국민연금, AP2: 구조 기반 신흥국 주식 활용
- 리스크 기반 통합 자산배분 체계 내에서 신흥국 주식 비중을 전략적으로 설정
- 신흥국 주식은 약 10% 내외 수준에서 안정적으로 유지되며, 포트폴리오 내 보조적 성장 자산으로 기능
- 전술적 조정보다는 구조적 자산배분 유지 중심의 운용 방식

2. 노르웨이 국부펀드 GPFG: 시장 기반 신흥국 주식 편입
-글로벌 시가총액 기반 자산배분에 따라 신흥국 비중이 자연스럽게 형성되는 구조
-신흥국 주식은 전체 포트폴리오 내 약 7% 수준으로, 별도 전략 없이 시장 구조를 반영
-패시브 운용을 통해 글로벌 시장 수익률을 추종하는 투자 방식

3. 네덜란드 ABP: 부채 기반 신흥국 주식 비중 관리
-부채-자산 일치(ALM) 기반 전략적 자산배분 내에서 신흥국 비중 결정
-주식 내 약 20% 수준으로 유지되며, 수익과 부채 안정성을 동시에 고려한 구조적 편입
-시장 전망보다는 적립비율 안정화를 중심으로 한 장기 균형 운용

4. 자산배분 관점의 신흥국 주식 투자 프레임
-글로벌 연기금 사례 종합 시, 신흥국 주식은 단일 자산군이 아닌 다양한 위험요인 노출 자산으로 해석
-글로벌 성장, 정책, 원자재, 유동성 등 위험요인 기반 접근이 유효
-시장 환경에 따라 유효한 위험요인이 달라지며 선택적 활용 필요
-결론적으로 신흥국 주식 투자는 비중의 문제가 아니라 자산배분 기준과 투자 프레임의 문제

장기 분산투자 구조 속
신흥국 활용 전략: 스웨덴 AP2

스웨덴 국민연금 AP2: 버퍼펀드 기반 장기 분산투자 구조

- 스웨덴 공적연금의 재정 안정화를 위한 버퍼펀드(AP1~AP4) 중 하나로, 장기 수익률 제고를 통해 연금 지급 안정성 확보를 목표로 운용
- 버퍼펀드는 연금 재정의 단기 변동을 완충하기 위해 운용되는 기금으로, 시장 변동에 따른 재정 불균형을 흡수하는 역할을 수행
- 완전적립 방식 하에서 발생하는 재정 변동성을 흡수하며, 시장 기반 분산투자와 전략적 자산배분을 병행하는 구조
- 전통적 자산군 구분을 넘어 대체투자를 포함한 확장된 Equity 개념을 적용하여 포트폴리오를 구성

구조적 자산배분 내 신흥국 주식 운용 방식: AP2

구분	AP2 운용 특징
자산배분 기준	리스크 기반 통합 자산배분 (확장된 Equity 구조)
주식 벤치마크	MSCI World + MSCI Emerging Markets
신흥국 비중 (주식 내)	약 10% 내외
신흥국 비중 (전체)	약 7~8% 수준
비중 결정 방식	전략적 자산배분 내 목표 비중 설정
비중 조정 방식	구조 유지 중심, 전술적 조정 제한적
투자 목적(신흥국주식)	성장 노출 + 포트폴리오 분산
포트폴리오 내 역할(신흥국주식)	보조적 성장 자산 (Growth satellite)

자료: AP2 Annual Report, 현대차증권

확장된 주식 중심 구조와 리스크 기반 자산배분: AP2

- AP2는 전통적인 주식 · 채권 구분에서 벗어나, 사모주식과 실물자산을 포함한 확장된 주식(Equity) 중심 구조로 포트폴리오를 운용
- 주식 비중은 약 70% 수준으로 유지되며, 선진국 · 신흥국 · 자국 주식을 구분하여 관리하는 구조
- 채권 역시 선진국 · 크레딧 · 신흥국으로 세분화하여, 자산군이 아닌 리스크 요인 중심으로 포트폴리오를 구성
- 이러한 구조는 전통적 자산배분에서 벗어나, 리스크 기반 통합 운용 방식으로 전환된 사례로 해석 가능

AP2 자산배분 구조 특징 (2024년 기준)

구분	내용
주식 비중	약 70% 수준 (확장된 Equity 개념 적용)
구성	Sweden / Developed / Emerging / Private equity / Real assets
신흥국 주식	약 10% 수준 (별도 구분 운용)
채권 구조	Developed / Credit / EM bonds로 세분화
특징	전통적 자산군 → **리스크 기반 통합 구조로 전환**

자료: AP2 Annual Report, 현대차증권

AP2 자산배분 내 안정적 신흥국 주식 비중 유지

- AP2는 전략적 자산배분 기준에서 신흥국 주식 비중을 약 9~10% 수준으로 안정적으로 유지하는 구조를 보임
- 글로벌 경기 및 시장 변동성 확대 구간에서도 신흥국 비중을 크게 조정하기보다, 장기 투자 관점에서 일정 수준을 유지하는 특징
- 선진국 주식 비중 변동 대비 신흥국 비중은 상대적으로 안정적이며, 포트폴리오 내 보조적 성장 자산으로 기능 신흥국 채권까지 포함할 경우 전체 신흥국 익스포저는 약 17~18% 수준으로, 자산군 내 분산된 형태로 리스크 노출을 관리

AP2 전략적 자산배분 추이 (2020~25년1H)

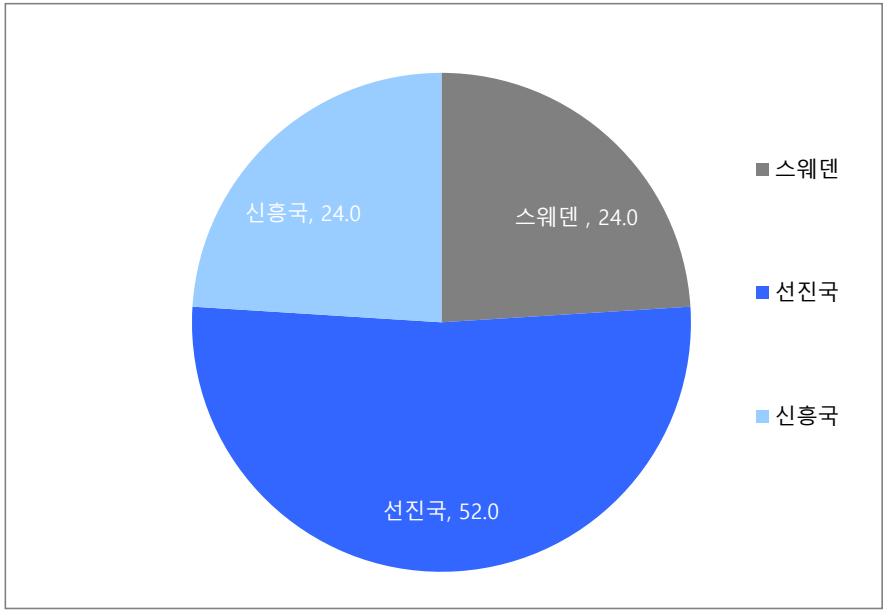
자산군/연도(%)	2020	2021	2022	2023	2024	'25년1H
스웨덴주식	9.0	9.0	8.5	9.0	10.0	10.5
선진국주식	21.5	20.0	17.5	19.5	20.0	21.2
신흥국주식	10.5	10.0	9	9.5	10.0	9.1
선진국채권	23.5	24.0	24.5	24.0	21.0	22.1
신흥국채권	7.5	7.0	7.0	7.0	5.0	5.0
대체투자	28.0	30.0	33.5	31.0	31.0	32.0
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: AP2 Annual Report, 현대차증권

2024년: 자국 · 선진국 · 신흥국으로 구분된 구조적 주식 비중 (AP2)

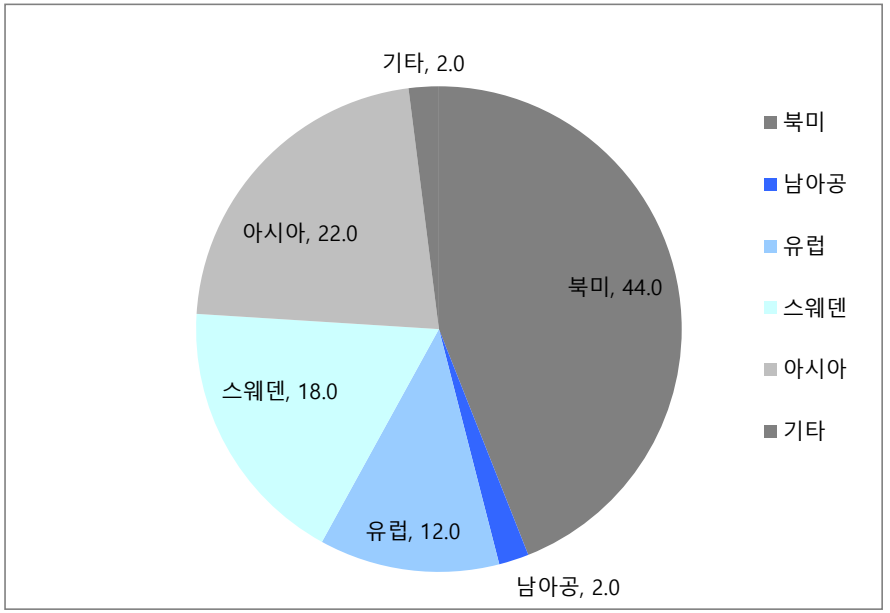
- AP2는 확장된 주식 구조 내에서 스웨덴, 선진국, 신흥국을 구분하여 지역별로 명확한 역할 기반 투자 구조를 유지
- 전체 주식 비중 내 신흥국 비중은 24.0%로 안정적으로 유지되며, 장기 포트폴리오 내 보조적 성장 자산으로 기능
- 자국(스웨덴) 비중 역시 일정 수준을 유지하면서, 글로벌 분산과 홈 바이어스 간 균형을 동시에 고려한 구조
- 이는 시가총액 기반 투자와 달리, 자산군 내 역할과 목적을 반영한 자산배분 방식으로 해석 가능

2024년 선진국과 신흥국 주식 투자 비중 (비중 합 100%)



자료: AP2 Annual Report, 현대차증권

2024년 지역별 주식비중 (비중 합 100%)



자료: AP2 Annual Report, 현대차증권

시장 기반 분산 구조 속
신흥국 주식 운용: GPFG

노르웨이 국부펀드 GPFG: 시가총액 기반 글로벌 분산투자 구조

- 노르웨이 국부펀드(GPFG)는 북해 유전 수익을 기반으로 설립된 국부펀드로, 장기적 실질가치 보존과 글로벌 경제 성장 참여를 목표로 운용
- 전략적 자산배분은(SAA) 주식 70%, 채권 30% 구조로, 높은 위험자산 비중을 통해 장기 수익률 확보를 추구
- 투자방식은 시장 시점 예측을 지양하고, 글로벌 시가총액 기반 분산투자를 원칙으로 하는 패시브 운용 체계
- 이에 따라 신흥국 비중은 별도의 전략적 판단이 아닌, 글로벌 주식시장 구조에 의해 자연스럽게 형성되는 특징

시가총액 기준 자산배분 내 신흥국 주식 운용 방식: GPFG

구분	GPFG 운용 특징
자산배분 기준	글로벌 시가총액 기반 자산배분
주식 벤치마크	FTSE Global All Cap
신흥국 비중 (주식 내)	약 10% 내외
신흥국 비중 (전체)	약 7% 내외
비중 결정 방식	글로벌 주식시장 내 시가총액 비중 반영
비중 조정 방식	별도 조정 없음 (패시브 운용)
투자 목적(신흥국주식)	글로벌 시장 수익률 추종
포트폴리오 내 역할(신흥국주식)	글로벌 시장 일부 (Market exposure)

자료:NBIM, 현대차증권

글로벌 자산배분 내 신흥국 주식 비중의 형성: GPFG

- GPFG는 글로벌 시가총액 기반 자산배분 원칙에 따라 주식 비중을 약 70% 수준으로 유지하며, 신흥국 주식은 전체 포트폴리오 내 약 7% 내외 수준에서 형성
- 신흥국 비중은 별도의 전략적 목표에 의해 결정되기보다, 글로벌 주식시장 내 시가총액 비중 변화에 따라 자연스럽게 반영되는 구조
- 이에 따라 시장 환경 변화에도 불구하고 신흥국 비중은 일정 범위 내에서 안정적으로 유지되며, 전술적 조정보다는 시장 기반 분산투자의 결과로 나타나는 특징
- 이는 신흥국을 별도 투자 대상이 아닌, 글로벌 포트폴리오 내 일부로 편입하는 운용 방식을 보여줌

2020년~2025년 GPFG 자산별 투자비중 추이

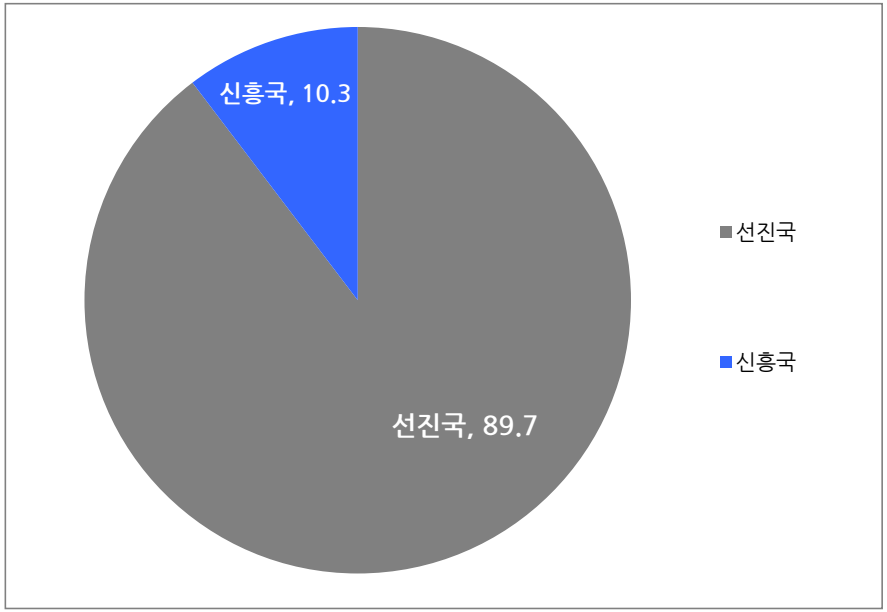
자산군/연도(%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
주식	**72.8**	**72.0**	**68.5**	**70.9**	**71.3**	**71.3**
-선진국	65.4	64.9	61.4	63.6	64	64.2
-신흥국	7.4	7.1	7.1	7.3	7.3	7.1
채권	**24.7**	**25.4**	**28.4**	**26.2**	**25.8**	**26.5**
-선진국	22.3	23.1	25.7	23.7	23.4	24.1
-신흥국	2.4	2.3	2.7	2.5	2.4	2.4
부동산	**2.5**	**2.6**	**3.1**	**2.9**	**2.9**	**2.1**
합계	100	100	100	100	100	100

자료:NBIM, 현대차증권

시가총액 기반 분산투자에 따른 신흥국 비중 구조: GPFG

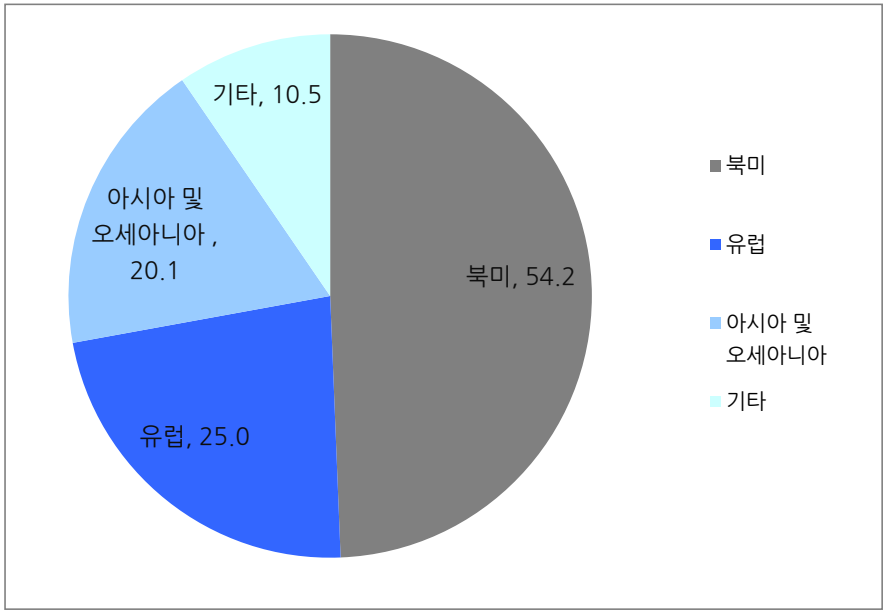
- GPFG는 글로벌 시가총액을 기준으로 자산을 배분하며, 이에 따라 주식 내 비중은 선진국과 신흥국 비중은 각각 90%와 10% 수준으로 자연스럽게 형성
- 지역별 주식비중은 북미와 유럽 비중이 높은 가운데, 아시아 및 기타 지역이 이를 보완하며 글로벌 분산투자 구조를 형성
- 시장 환경 변화에도 신흥국 비중이 급격히 변하지 않는 것은, 전술적 대응보다 장기 분산투자 원칙이 우선되는 운용 방식을 의미
- 이러한 구조는 신흥국을 독립적으로 판단하기보다, 글로벌 포트폴리오 내 상대적 위치로 접근하는 투자 프레임을 보여줌

2024년 선진국과 신흥국 주식 투자 비중 (비중 합 100%)



자료:NBIM, 현대차증권

2024년 지역별 주식비중 (비중 합 100%)



자료:NBIM, 현대차증권

부채연계 자산배분 내
신흥국 주식 비중 관리: ABP

ALM 기반 자산배분과 신흥국 주식 비중 관리: ABP

- ABP는 부채-자산 일치(ALM) 기반으로 전략적 자산배분(SAA)을 설정하며, 자산군 비중은 적립비율(Coverage Ratio) 안정화 관점에서 결정
- 신흥국 주식은 전체 주식 내 약 20% 내외 수준으로 유지되며, 이는 적극적 투자 판단보다는 장기 자산배분 구조 내에서 설정된 목표 비중
- 자산배분은 시장 전망에 따른 전술적 조정보다는, 부채 구조와 리스크 허용 범위를 반영한 장기 균형 유지에 초점
- 따라서 신흥국 주식은 수익 추구 자산이면서도, 포트폴리오 내 위험 · 수익 균형을 고려한 구조적 편입 자산으로 기능

부채연계 자산배분 내 신흥국 주식 운용 방식: ABP

구분	ABP 운용 특징
자산배분 기준	부채-자산 일치(ALM) 기반 전략적 자산배분(SAA)
주식 벤치마크	MSCI World + MSCI Emerging Markets
신흥국 비중 (주식 내)	약 20% 내외
신흥국 비중 (전체)	약 6~8% 수준
비중 결정 방식	장기 SAA 내 목표 비중으로 설정
비중 조정 방식	시장 전망에 따른 전술적 조정 제한적
투자 목적(신흥국주식)	수익 추구 + 부채 안정성 고려
포트폴리오 내 역할(신흥국주식)	구조적 위험자산 (Return driver)

자료:ABP Annual report, 현대차증권

ALM 기반 전략적 자산배분 구조와 자산군별 비중 추이: ABP

- ABP는 부채-자산 일치(ALM) 기반 전략적 자산배분(SAA)을 중심으로, 주식과 채권 내 자산군 비중을 장기적으로 안정적으로 유지
- 주식과 채권 비중은 시장 환경 변화에도 불구하고 목표 범위 내에서 조정되며, 부채 구조와 적립비율(Coverage Ratio)을 반영한 자산배분 체계 유지
- 주식 내에서는 선진국과 신흥국 비중이 일정 범위 내에서 관리되며, 채권 역시 다양한 유형으로 분산되어 포트폴리오 안정성 확보
- 이러한 구조는 시장 대응보다는 장기 균형과 리스크 통제를 우선하는 운용 방식을 반영

ABP 자산군 및 유형별 자산배분 추이 (2020~2025)

자산군/연도(%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
채권	38.1	39.0	40.2	39.2	38.3	40.0
주식	33.2	30.2	26.6	28.3	29.7	31.2
대체투자	18.9	21.2	22.8	21.1	20.2	19.5
부동산	8.9	10.0	10.9	9.9	9.4	9.2
Overlay	0.9	-0.4	-0.5	1.5	1.2	0.1
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주: Overlay 비중은 이자비용, 통화헤지 및 현금 비중을 의미

자료: ABP Annual report, 현대차증권

ALM 기반 자산배분 내 신흥국 주식 비중의 구조적 형성: ABP

- ABP는 부채-자산 일치(ALM) 기반 전략적 자산배분(SAA)을 통해 자산군 비중을 설정하며, 신흥국 주식 비중 역시 이러한 구조 내에서 결정
- 주식 내 신흥국 비중은 약 20% 내외 수준에서 유지되며, 이는 시장 전망이 아닌 장기 자산배분 구조에 의해 설정된 결과
- 채권 내에서도 신흥국 채권을 일정 수준 포함함으로써, 자산군 전반에 걸쳐 신흥국 익스포저를 분산하는 특징
- 이러한 구조는 신흥국을 전술적 투자 대상이 아니라, 부채 안정성과 수익률을 동시에 고려한 전략적 편입 자산으로 활용하는 방식을 반영

ABP 자산배분 내 신흥국 주식 및 채권 비중 추이 (2020~2025)

자산군/연도(%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
주식	**33.2**	**30.2**	**26.6**	**30.0**	**29.7**	**31.2**
-선진국	26.3	23.2	19.6	23.5	24.6	26.9
-신흥국	6.9	7.0	7.0	6.5	5.1	4.2
채권	**38.1**	**39**	**40.2**	**39.2**	**38.3**	**40.0**
-국채	9	6.5	9.9	9.3	9.9	10.1
-장기 국채	10.1	12.6	12.7	13.4	12.5	12.7
-회사채	13.1	14.1	11.2	10.4	10.7	10.6
-신흥국 채권	5.4	5.6	6.4	6.2	5.3	4.8
-인플레이션 채권	0.5	0.1	0.1	0	0	1.9

자료: ABP Annual Report, 현대차증권

신흥국 주식 투자:
자산배분 기준과 투자 프레임

글로벌 연기금의 신흥국 주식 투자 방식 비교

- 주요 글로벌 연기금은 유사한 수준의 신흥국 주식 비중을 유지하고 있으나, 비중을 결정하는 기준과 투자 방식은 상이한 구조
- GPFG는 글로벌 시가총액을 기준으로 신흥국 비중이 자연스럽게 형성되는 시장 기반 구조
- AP2는 자산배분 체계 내에서 신흥국 비중을 전략적으로 설정하는 구조ABP는 부채-자산 구조를 기반으로 신흥국을 포함한 위험자산 비중을 결정하는 구조
- 따라서 신흥국 투자는 단순한 비중 확대가 아니라, 자산배분 프레임에 따라 역할이 달라지는 자산

주요 연기금의 신흥국 주식 투자 방식 비교

구분	AP2	GPFG	ABP
자산배분 기준	리스크 기반 구조	글로벌 시가총액	부채 기반 (ALM)
주식 벤치마크	MSCI World + MSCI EM	FTSE Global All Cap	MSCI World + MSCI EM
신흥국 비중 (주식 내)	약 10% 내외	약 10% 내외	약 20% 내외
신흥국 비중 (전체)	약 7~8% 수준	약 7% 내외	약 6~8% 수준
비중 결정 방식	전략적 목표 비중 설정	시장 비중 자동 반영	SAA 내 목표 비중 설정
비중 조정 방식	구조 유지 중심	없음 (패시브)	전술 조정 제한적
투자 목적(신흥국주식)	성장 노출 + 분산	글로벌 시장 추종	수익 + 부채 안정성
포트폴리오 내 역할(신흥국주식)	성장 자산 (Satellite)	시장 일부 (Beta)	구조적 위험자산

자료: AP2, NBIM(GPFG), ABP Annual Report, 현대차증권

신흥국 주식 투자는 '비중'이 아닌 '자산배분 기준'의 문제

- 글로벌 연기금 사례에서 확인되듯, 신흥국 주식 비중은 유사한 수준에서 형성되더라도 비중을 결정하는 기준에 따라 투자 의미는 크게 달라짐
- GPFG, AP2, ABP는 각각 시장 · 전략 · 부채 구조에 따라 신흥국을 서로 다른 방식으로 활용
- 따라서 신흥국 투자는 단순한 비중 확대가 아니라, 포트폴리오 내 역할과 자산배분 기준 설정이 핵심
- 결론적으로 신흥국 투자는 비중의 문제가 아니라, 자산배분 기준의 문제

자산배분 기준별 신흥국 주식 투자 프레임

구분	시장 기반	전략 기반	부채 기반
대표 연기금	GPFG	AP2	ABP
기준	시가총액	SAA 구조	ALM
투자 목적	글로벌 시장 추종	성장 프리미엄 확보	수익 + 안정성
비중 결정	시장이 결정	투자자가 결정	부채 구조가 결정
비중 조정	없음	제한적	제한적
포트폴리오 역할	시장 일부 (Beta)	성장 자산 (Satellite)	위험자산 (Return driver)
운용 성격	패시브	준-액티브	안정성 중심

자료:AP2, NBIM(GPFG), ABP Annual Report, 현대차증권

신흥국 주식의 위험요인 기반 투자 프레임과 활용 전략

- 신흥국 주식은 단일 자산군이 아니라, 글로벌 성장, 정책, 원자재, 유동성 등 다양한 위험요인에 대한 노출을 제공하는 자산
- 따라서 신흥국 투자는 비중 확대 여부보다, 자산배분 기준에 따라 어떤 위험요인을 선택할 것인지가 핵심
- 특히 글로벌 경기, 정책 사이클, 금리 및 달러 환경에 따라 유효한 위험요인이 달라지며, 이에 따라 신흥국 투자 성과 역시 차별화
- 이러한 관점에서 신흥국 투자는 구조적 비중(SAA)과 함께, 시장 환경에 따른 위험요인 선택(TAA)이 병행될 필요가 있다고 판단됨

신흥국 주식의 위험요인 기반 투자 프레임 및 활용 환경

위험요인	의미	대표 국가	투자 포인트	유효 환경	위험요인
글로벌 성장	구조적 성장	인도	내수/인구	경기 확장	글로벌 성장
정책	정책 변화	중국	부양/규제	정책 완화	정책
원자재	원자재 사이클	브라질	에너지/금속	인플레 상승	원자재
글로벌 경기	수출 민감	한국/대만	IT/제조	글로벌 회복	글로벌 경기
유동성	금리/달러	EM 전반	금리↓, 달러↓	완화 국면	유동성
인플레	물가/환율	인니/터키	실물자산	인플레 국면	인플레

자료:현대차증권

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김중원의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.